
Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang yang Dimoderasi oleh Rasio Keuangan

Mia Nur Mufidah^{*1}, Fachrurrozie^{*2}

^{1,2}Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang
Sekaran, Kec. Gn. Pati, Semarang, Indonesia
mianurmufidah@gmail.com

Diterima: Mei 2021; Direvisi: Mei 2021; Dipublikasikan Mei 2021

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the effect of institutional ownership, dividend policy, firm growth and firm size on debt policy with financial ratios as a moderating variable. The population of this study was 186 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2015 – 2019. Based on the purposive sampling method, the research sample was obtained as many as 26 companies with 117 data units. The analysis of this study uses descriptive statistics, multiple linear regression and Moderated Regression Analysis (MRA) with the help of SPSS 25. The results of this study indicate that institutional ownership, firm growth and firm size have a positive and significant effect on debt policy, while dividend policy has a negative and significant effect. On debt policy, and financial ratios can only moderate the effect of firm size on debt policy, while for institutional ownership, dividend policy and firm growth cannot be moderated. The conclusion of this study is that the higher the dividend policy, the lower the company's debt policy, so that the company's capital can be taken from retained earnings.

Keywords: Debt Policy; Institutional Ownership; Dividend Policy; Company Growth; Firm Size

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dengan rasio keuangan sebagai variabel moderating. Populasi penelitian ini sebanyak 186 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015 – 2019. Berdasarkan metode *purposive* sampling, Sampel penelitian diperoleh sebanyak 26 perusahaan dengan 117 unit data. Analisis penelitian ini menggunakan statistik deskriptif, regresi linier berganda dan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan bantuan SPSS 25. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, serta rasio keuangan hanya dapat memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang, sedangkan untuk kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan tidak dapat di moderasi. Kesimpulan dari penelitian ini adalah semakin tinggi kebijakan dividen semakin rendah kebijakan hutang perusahaan, sehingga modal perusahaan dapat diambil dari laba ditahan.

Kata Kunci: Kebijakan Hutang; Kepemilikan Institusional; Kebijakan Dividen; Pertumbuhan Perusahaan; Ukuran Perusahaan

PENDAHULUAN

Perusahaan yang berdiri pasti memiliki sebuah tujuan, tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran perusahaan. Kegiatan perusahaan baik itu perusahaan bermotif atau nirlaba pasti membutuhkan dana. Suryani & Khafid (2016), mengatakan bahwa dana perusahaan diperoleh dari modal sendiri (internal), yaitu melalui penerbitan saham, atau perusahaan dapat memperoleh dana dari hutang (eksternal).

Hutang merupakan salah satu sumber pendanaan yang sering digunakan perusahaan. Namun keputusan pendanaan yang diambil dari hutang dapat menimbulkan konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Konflik yang timbul akibat adanya perbedaan kepentingan tersebut dibahas dalam *agency theory*.

Theory agency menurut Jensen & Meckling (1976), hubungan antara manajemen dengan pemegang saham yaitu bersifat kontraktual, sehingga manajemen dituntut untuk memenuhi tujuan dan kepentingan pemegang saham. Namun pada kenyataannya masing-masing pihak memiliki tujuan dan kepentingan sendiri. Perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham disebut sebagai konflik keagenan (*agency conflict*) (Suryani & Khafid, 2016).

Konflik agensi dapat dikurangi dengan diadakannya mekanisme pengawasan yang dilakukan oleh pihak pemegang saham, namun hal ini nantinya akan menimbulkan biaya agensi. Salah satu cara yang dapat dilakukan yaitu dengan menambah pendanaan perusahaan dari hutang. Penggunaan hutang memiliki resiko yang tinggi sehingga perusahaan harus membuat kebijakan mengenai penggunaan hutang tersebut.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan yang memutuskan besaran pendanaan yang dari hutang, agar resiko yang ditanggung dapat diminimalisir. Manajemen harus mampu mengambil keputusan terbaik agar hutang tersebut membawa keuntungan yang besar. Sehingga mampu meningkatkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham dan mampu mencapai tujuan utama perusahaan.

Perusahaan akan lebih memilih mengambil sumber pendanaan dari hutang. Hal ini dikarenakan pendanaan yang berasal dari hutang akan menambah laba perusahaan. Namun hal ini dapat terjadi jika rasio penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan diambil dengan tepat. Sehingga diperlukannya kebijakan yang mengatur mengenai rasio penggunaan hutang perusahaan.

Dikutip dari laman aguspajak.com dituliskan bahwa berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan nomor 169/PMK.10/2015 DER dibatasi setinggi-tingginya 4:1, yang dimaknai dengan hutang 4 kali lebih besar dari modal. Berikut merupakan rata-rata DER pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015 – 2019 dapat dilihat di tabel 1 berikut ini:

Tabel 1 Rata-rata tingkat DER dari 5 Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015-2019

Variabel/Tahun	2015	2016	2017	2018	2019
DER	0,77	0,78	0,79	0,84	0,87

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Pada tabel 1 dapat dilihat bahwa tingkat DER perusahaan manufaktur di Indonesia mengalami kenaikan namun kurang dari 1,00. DER kurang dari 1,00, mengidentifikasi bahwa perusahaan memiliki hutang lebih kecil dari ekuitas yang dimiliki perusahaan. Hal ini berarti bahwa perusahaan dalam mendanai kegiatannya lebih banyak menggunakan modal sendiri daripada menggunakan hutang. Fakta ini tidak sesuai bahwa perusahaan cenderung lebih memilih menggunakan pendanaan eksternal.

Kebijakan hutang pada dasarnya dapat diukur dalam beberapa aspek, salah satunya yang digunakan yaitu *debt to equity ratio* (DER) yakni membandingkan jumlah hutang dengan ekuitas. *Debt to equity ratio* (DER) mencerminkan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam membayarkan seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan dengan besarnya modal yang dapat digunakan untuk membayar hutang.

Penelitian mengenai kebijakan hutang sudah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya masih terdapat ketidakkonsistenan, sehingga menimbulkan adanya gap pada penelitian mengenai kebijakan hutang. Setiawati & Raymond (2017) telah meneliti pengaruh kepemilikan institusional, *dividend payout ratio* (DPR) dan ukuran perusahaan. Kepemilikan institusional dan *dividend payout ratio* (DPR) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Abdurrahman et al. (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Suryani & Khafid (2016) menunjukkan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Santosa & Nugroho (2014) menunjukkan hasil bahwa *dividend payout ratio* (DPR) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Soraya & Permanasari (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Indahningrum & Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Margaretha (2014) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Akoto & Awunyo-Vitor (2013) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Alzomaia (2014) menunjukkan hasil bahwa pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang yang di moderasi oleh rasio keuangan. Adanya kesenjangan penelitian sebelumnya mendorong peneliti untuk menambahkan variabel rasio keuangan sebagai variabel moderasi sebagai orisinalitas penelitian. Rasio keuangan merupakan alat analisis dalam mengukur kinerja perusahaan dengan membandingkan setiap pos-pos dalam laporan keuangan. Dengan demikian, laporan keuangan merupakan faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang karena perusahaan yang memiliki kinerja yang baik lebih dapat dipercaya oleh kreditur.

TINJAUAN PUSTAKA

Agency theory dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976) yang menjelaskan tentang hubungan keagenan antara prinsipal dan agen. Dalam setiap hubungan pasti memiliki peran masing-masing. Agen memiliki peran untuk menyediakan dana dan sumber daya perusahaan, sedangkan prinsipal diberikan wewenang untuk menjalankan perusahaan oleh agen. Namun, hubungan dapat menimbulkan masalah karena adanya perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal, sehingga menimbulkan konflik kepentingan.

Menurut Jensen & Meckling (1976), menunjukkan struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa tidak hanya hutang yang penting dalam struktur modal tapi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dan institusional juga penting. Kepemilikan institusional yang tinggi dapat mempengaruhi keputusan pendanaan yang diambil dari hutang, sehingga hutang yang diambil dapat berkurang. hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawati & Raymond (2017) dan Soraya & Permanasari (2017) yang

menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₁: Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang

Dividen merupakan laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen menggambarkan seberapa besar alokasi pembagian dividen yang akan dibagikan. Jensen & Meckling (1976), bahwa salah satu cara untuk mengurangi biaya agensi adalah dengan meningkatkan *divident payout ratio*. Perusahaan yang membayarkan dividen dengan jumlah besar kepada pemegang saham, maka akan menyebabkan dana internal berkurang. Sehingga perusahaan memerlukan tambahan dana untuk membiayai operasional perusahaan, dana tersebut dapat diambil dari hutang. Sehingga semakin tinggi dividen yang dibayarkan maka akan semakin tinggi pula hutang yang diambil. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suryani & Khafid (2016), yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₂: Kebijakan Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pertumbuhan perusahaan dapat diartikan sebagai peningkatan perusahaan. Pertumbuhan yang tinggi pada perusahaan meningkatkan dana untuk operasi. Berarti jika pendanaan dari internal perusahaan tidak mencukupi maka perusahaan akan menggunakan dan yang berasal dari hutang. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan semakin banyak pula pendanaan yang digunakan dari hutang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Alzomaia (201) dan Soraya & Permanasari (2017) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₃: Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang

Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai kekayaan yang dimiliki perusahaan baik itu asset lancar atau asset tetap (Brigham & Houston, 2014). Semakin besar perusahaan maka semakin besar pula dana yang dibutuhkan dalam menjalankan perusahaan. Sehingga perusahaan membutuhkan sumber pendanaan lain selain dari internal perusahaan, salah satunya yaitu dari hutang. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan semakin banyak pula pendanaan yang digunakan dari hutang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Alzomaia (201) dan Soraya & Permanasari (2017) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₄: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Rasio keuangan menunjukkan Parameter atau kondisi keuangan perusahaan dapat menganalisis dan mengukur kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan dapat digunakan sebagai penentu keberhasilan perusahaan dalam mendapatkan laba (Astuti, 2014). Rasio keuangan dapat menunjukkan laba yang diperoleh perusahaan tinggi atau rendah. Manajer merupakan pengambil keputusan di dalam perusahaan, sehingga menentukan keputusan mengenai penggunaan laba ke depannya. Akan tetapi pengambilan keputusan yang dilakukan manajer bisa menimbulkan konflik antar pemegang saham. Untuk menghindari timbulnya konflik tersebut diperlukan mekanisme pengawasan. Salah satu solusi yaitu meningkatkan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional merupakan pihak yang dapat melakukan pengawasan terhadap manajemen dalam mengambil kesempatan. Sehingga manajemen dalam mengambil keputusan dapat lebih berhati-hati dan mempertimbangkan risiko atas keputusan yang diambil.

H₅: Rasio Keuangan memoderasi pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap kebijakan hutang.

Rasio keuangan menunjukkan Parameter atau kondisi keuangan perusahaan dapat menganalisis dan mengukur kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan dapat digunakan sebagai penentu keberhasilan perusahaan dalam mendapatkan laba (Astuti, 2014). Rasio keuangan dapat menunjukkan laba yang diperoleh perusahaan tinggi atau rendah. Laba

perusahaan yang tinggi dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan. Permasalahan dapat timbul dari laba, yaitu keputusan apa yang akan diambil oleh manajer dalam memanfaatkan laba, apakah laba akan digunakan untuk pendanaan operasional perusahaan atau dibagikan sebagai deviden. Apabila Laba dijadikan dividen maka akan mengakibatkan kas berkurang sehingga perusahaan memerlukan dana tambahan dari luar, salah satunya yaitu dari hutang.

H₆: Rasio Keuangan memoderasi pengaruh Kebijakan Deviden terhadap kebijakan hutang.

Rasio keuangan menunjukkan Parameter atau kondisi keuangan perusahaan dapat menganalisis dan mengukur kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan dapat digunakan sebagai penentu keberhasilan perusahaan dalam mendapatkan laba (Astuti, 2014). Rasio keuangan dapat menunjukkan laba yang diperoleh perusahaan tinggi atau rendah. Laba perusahaan yang tinggi dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan menyebabkan perusahaan memerlukan dana yang mencukupi. Sehingga perusahaan membutuhkan dana yang lebih banyak untuk menjalankan perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan salah satunya didapat dari hutang. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang stabil atau naik akan lebih dipercayai oleh kreditor dalam melakukan pinjaman, sebab resiko yang terdapat dalam pinjaman tersebut kemungkinan kecil. Sehingga kreditor merasa aman dalam memberikan pinjaman berupa hutang tersebut.

H₇: Rasio Keuangan memoderasi pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap kebijakan hutang

Rasio keuangan menunjukkan Parameter atau kondisi keuangan perusahaan dapat menganalisis dan mengukur kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan dapat digunakan sebagai penentu keberhasilan perusahaan dalam mendapatkan laba (Astuti, 2014). Rasio keuangan dapat menunjukkan laba yang diperoleh perusahaan tinggi atau rendah. Laba perusahaan akan menambah aktiva yang dimiliki perusahaan, sehingga perusahaan akan semakin besar. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan besarnya aktiva yang dimiliki oleh perusahaan, apabila perusahaan memiliki tingkat aktiva yang tinggi maka perusahaan tersebut memiliki ukuran yang besar sedangkan jika tingkat aktiva perusahaan tersebut rendah maka perusahaan memiliki ukuran yang kecil. Perusahaan yang memiliki ukuran yang besar memerlukan dana yang besar pula. Salah satu cara untuk mendapatkan pendanaan yaitu dengan hutang. Perusahaan dapat menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan tetapi perusahaan juga harus mempertimbangkan besar hutang yang diambil agar resiko yang ditanggung tidak besar.

H₈: Rasio Keuangan memoderasi pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap kebijakan hutang.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk sebagai penelitian kuantitatif dan penelitian dasar (*basic research*), penelitian yang bertujuan untuk mengembangkan ilmu untuk mencari jawaban baru atas masalah yang ada (Ferdinan, 2006 dalam Wahyudin, 2015). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2019 dengan total 186 perusahaan. Sampel pada penelitian ini berjumlah 26 perusahaan, metode yang digunakan yaitu *purposive sampling* yang kriterianya dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2 Prosedur Pemilihan Sampel

Kriteria pemilihan sampel	Jumlah
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019	186
Perusahaan manufaktur yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara berturut-turut periode 2015-2019	(47)
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2015-2019	(2)
Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional selama periode 2015-2019	(30)
Perusahaan yang membagikan deviden secara berturut-turut selama periode 2015-2019	(81)
Jumlah perusahaan sampel	26
Dikali periode penelitian	5
Jumlah sampel awal	130
Dikurangi data <i>outlier</i>	(13)
Jumlah sampel akhir	117

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Kebijakan hutang dalam penelitian ini adalah merupakan variabel dependen, sedangkan kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan adalah variabel independen. Rasio keuangan adalah variabel moderasi. Definisi variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Definisi	Indikator	Skala Pengukuran
Kebijakan Hutang	hutang/kewajiban/liabilitas sebagai pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang timbul dari keharusan mentransfer asset kepada pihak lain di masa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu (FASB dalam Suwardjono, 2014).	DER = Total Hutang/Total Ekuitas Akhir Tahun (Hanafi & Halim, 2009)	Rasio
Kepemilikan Institusional	Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh institusi lain yang biasanya bersifat mayoritas (Murtini, 2018).	INST = Jumlah Saham Yang Dimiliki Institusional/Jumlah Saham Beredar (Setiawati & Raymond, 2017)	Rasio
Kebijakan Dividen	Deviden adalah bagian laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Deviden merupakan salah satu keuntungan yang didapat selain dari <i>capital gain</i> (Susanto, 2011).	DPR = Dividen Per Lembar Saham / Laba Per Lembar Saham (Yeniatie & Destriana, 2010)	Rasio

Pertumbuhan Perusahaan	Pertumbuhan perusahaan adalah perubahan total aktiva baik itu karena penurunan atau peningkatan yang dimiliki perusahaan (Pradana, 2019)	Perubahan Total Aset = $(\text{Total Aset}_t - \text{Total Aset}_{t-1}) / \text{Total Aset}_{t-1}$ (Safrida, 2014)	Rasio
Ukuran Perusahaan	Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya perusahaan yang diukur melalui total asset, total penjualan, jumlah laba, beban pajak dan lain-lain. (Brigham & Houston dalam Santosa & Nugroho, 2014)	Size = Ln. Total Aktiva	Rasio
Rasio Keuangan	Analisis rasio keuangan adalah analisis yang menggambarkan jumlah perimbangan antara satu dengan yang lain, dengan menggunakan rasio untuk menggambarkan posisi keuangan suatu perusahaan (Munawir, 2010).	ROA = Laba Bersih Setelah Pajak / Total Aset (Brigham & Houston, 2014)	Rasio

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Teknik yang digunakan untuk mengumpulkan data yaitu metode dokumentasi laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Data penelitian dianalisis menggunakan program SPSS 25 menggunakan metode analisis statistik deskriptif, analisis regresi linier berganda dan uji *Moderated Regression Analysis* (MRA). Sebelum melakukan uji analisis regresi linier berganda, dilakukan uji asumsi klasik untuk menentukan apakah model layak digunakan atau tidak. Uji asumsi klasik pada penelitian ini meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Jika data penelitian lolos uji asumsi klasik, maka data layak diolah atau dianalisis menggunakan regresi linier berganda. Uji analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen yaitu kepemilikan institusional, kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang. Persamaan fungsinya dapat dirumuskan berikut ini:

$$DER = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 DPR + \beta_3 GROWTH + \beta_4 SIZE$$

Dimana,

DER = kebijakan hutang

INST = kepemilikan institusional

DPR = kebijakan dividen

GROWTH = pertumbuhan perusahaan

SIZE = ukuran perusahaan

α = konstanta

Uji *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk mengetahui pengaruh rasio keuangan dalam memoderasi hubungan variabel independen yaitu kepemilikan institusional, kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang. Persamaan fungsinya dapat dirumuskan berikut ini:

$$DER = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 DPR + \beta_3 GROWTH + \beta_4 SIZE + \beta_5 INST * ROA + \beta_6 DPR * ROA + \beta_7 GROWTH * ROA + \beta_8 SIZE * ROA + \varepsilon$$

Dimana:

DER = kebijakan hutang

INST = kepemilikan institusional

DPR = kebijakan dividen

GROWTH = pertumbuhan perusahaan
 SIZE = ukuran perusahaan
 INST*ROA = interaksi antara kepemilikan institusional dengan ROA
 DPR*ROA = interaksi antara kebijakan dividen dengan ROA
 GROWTH*ROA = interaksi antara pertumbuhan perusahaan dengan ROA
 SIZE*ROA = interaksi antara ukuran perusahaan dengan ROA
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = koefisien regresi
 α = konstanta
 ε = error

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini menyajikan jumlah data, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari variabel dependen (kebijakan hutang), variabel independen (kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan) dan variabel moderasi (ROA) dan dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4 Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	117	.12484	4.18971	.9669369	.81659918
INST	117	.05607	5.44587	.7738211	.94688612
DPR	117	.02625	30.59724	1.0803993	3.51537085
GROWTH	117	.00660	.93274	.1289551	.15293248
ROA	117	.00054	.16286	.0588653	.04127009
SIZE	117	26.33816	33.47373	29.3314739	1.74673544
Valid N (listwise)	117				

Sumber: Output SPSS 25.0, data sekunder diolah 2020

Tabel 4 menunjukkan jumlah pengamatan laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019 adalah sebanyak 117 data. Kebijakan hutang paling rendah adalah 0,12484% sedangkan yang tertinggi adalah 4,18971% dengan nilai rata-rata 0,9669369% dan standar deviasi 0,81659918%. Kepemilikan institusional paling rendah adalah 0,05607% sedangkan yang tertinggi adalah 5,44587% dengan nilai rata-rata 0,7738211% dan standar deviasi 0,94688612%.

Kebijakan dividen paling rendah adalah 0,02625% sedangkan yang tertinggi adalah 30,59724% dengan nilai rata-rata 1,0803993% dan standar deviasi 3,51537085%. Pertumbuhan perusahaan paling rendah adalah 0,00660% sedangkan yang tertinggi adalah 0,93274% dengan nilai rata-rata 0,1289551% dan standar deviasi 0,15293248%.

Ukuran perusahaan paling rendah adalah 26,33816% sedangkan yang tertinggi adalah 33,47373% dengan nilai rata-rata 29,3314739% dan standar deviasi 1,74673544%. Rasio keuangan paling rendah adalah 0,00054% sedangkan yang tertinggi adalah 0,16286% dengan nilai rata-rata 0,0588653% dan standar deviasi 0,04127009%.

Uji Normalitas bertujuan untuk menguji apakah data didistribusikan secara normal atau tidak. Salah satu cara apakah data didistribusi normal yaitu dengan analisis statistik non-parametrik *Kolmogorav-Smirnov*, uji ini menggunakan kepercayaan 5%. Apabila hasil signifikansi lebih besar (>) dari 0,05 maka data terdistribusi normal. Dan jika hasil lebih kecil (<) dari 0,05 maka data tidak didistribusi normal (Ghozali, 2013). Hasil uji normalitas dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel 5 One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		117
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.65629795
Most Extreme Differences	Absolute	.065
	Positive	.065
	Negative	-.058
Test Statistic		.065
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

Sumber: output SPSS 25.0, data sekunder yang diolah 2020

Tabel 5 menunjukkan tingkat Sig. (2-tailed) adalah $0,200 > 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi normal.

Uji multikolonieritas bertujuan untuk melihat apakah ada kolerasi antara variabel bebas. Deteksi adanya multikolonieritas dalam model dapat dilakukan dengan menganalisis matriks kolerasi antar variabel independen dan dengan melihat nilai tolerance dan lawannya VIF. Hasil uji multikolonieritas dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel 5 Uji Multikolonieritas

Model		Coefficients ^a	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	INST	.879	1.138
	DPR	.865	1.156
	GROWTH	.881	1.135
	SIZE	.796	1.256
	ROA	.904	1.106

Sumber: output SPSS 25.0, data sekunder yang diolah 2020

Hasil perhitungan nilai tolerance juga menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai tolerance kurang dari 0,10. Berdasarkan hasil diatas menunjukkan bahwa tidak ada kolerasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Sedangkan untuk nilai VIF pada tabel adalah 1,106 (nilai terkecil) dan 1,256 (nilai terbesar). Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel independen terbebas dari asumsi klasik multikolonieritas karena hasilnya lebih kecil dari 10.

Uji autokolerasi digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi linier terdapat kolerasi pada periode t dengan periode t-1. Pengujian ada tidaknya autokolerasi dilakukan dengan menggunakan metode Durbin-Wiston. Hasil uji autokolerasi dapat dilihat pada tabel 6.

Tabel 6 Uji Autokolerasi

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.561 ^a	.315	.284	.67091666	2.133

a. Predictors: (Constant), ROA, INST, GROWTH, DPR, SIZE

b. Dependent Variable: DER

Sumber: output SPSS 25.0, data sekunder yang diolah 2020

Dengan nilai tabel pada tingkat signifikansi 5%, jumlah sampel 117 (n) dan jumlah variabel independen 5 (k=5), nilai Durbin-Wiston (DW Statistik) dari hasil analisis regresi tersebut sebesar 2,133 dapat dilihat pada tabel 6 diatas. Dengan demikian nilai Durbin-Wiston tersebut pada interval 1,7696 sampai dengan 2,2304 ($1,7696 < 2,133 < 2,2304$), sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi linier berganda tersebut tidak terjadi gejala autokolerasi.

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu ke pengamatan yang lain. Untuk mendeteksi adanya gejala heterokedastisitas dalam model persamaan dapat menggunakan Uji Park dengan SPSS. Hasil uji heterokedastisitas dapat dilihat pada tabel 7.

Tabel 7 Uji Heterokedastisitas

Model	Coefficients ^a				t	Sig.
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Beta		
	B	Std. Error				
1	(Constant)	.288	1.953		.147	.883
	INST	.009	.237	.004	.037	.970
	DPR	.039	.066	.059	.589	.557
	GROWTH	.468	1.489	.031	.314	.754
	SIZE	-2.456	5.772	-.045	-.426	.671
	ROA	-.084	.068	-.122	-1.238	.218

a. Dependent Variable: LN_REST

Sumber: output SPSS 25.0, data sekunder yang diolah 2020

Berdasarkan hasil pengujian yang ditampilkan pada tabel 7 diketahui bahwa nilai signifikansi dari variabel-variabel tersebut lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa pada model penelitian tidak terdapat heterokedastisitas

Analisis regresi berganda digunakan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh variabel independen kepemilikan institusional, kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan terhadap variabel terikat kebijakan hutang.

Tabel 8 Hasil Uji Regresi dan Uji Statistik t

Variabel	Koefisien	t-hitung	Sign.
Konstanta	0,483	3,871	0.000
INST	0,148	2,051	0,043
DPR	-0,069	-3,533	0,001
GROWTH	1,248	2,732	0,007
SIZE	4,662	2,685	0,008
F-hitung =10,915			
Adjusted R Square = 0,255			
*signifikansi pada $\alpha=5\%$			

Sumber: Output SPSS 25.0, data sekunder diolah pada 2020

Berdasarkan hasil uji regresi linier berganda pada tabel 8 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$DER = 0,483 + 0,148 \text{ INST} - 0,069 \text{ DPR} + 1,248 \text{ GROWTH} + 4,662 \text{ SIZE} + \epsilon$$

Rasio keuangan (ROA) merupakan moderasi dalam penelitian, yang berarti bahwa inflasi dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen terhadap

variabel dependen. Pengujian menggunakan *Moderate Regression Analysis* (MRA). Hasil pengujian variabel moderasi dapat dilihat pada tabel 9.

Tabel 9 *Moderate Regression Analysis (MRA)*

Variabel	Koefesien	t-hitung	Sign.
Konstanta	0,173	0,87	0,931
INST	-0,272	-0,269	0,788
DPR	0,071	0,281	0,779
GROWTH	2,312	0,290	0,773
SIZE	87,766	3,209	0,002
ROA	0,010	0,145	0,885
INST*ROA	0,014	0,414	0,679
DPR*ROA	-0,004	-0,489	0,626
GROWTH*ROA	-0,38	-0,138	0,890
SIZE*ROA	-2,806	-2,993	0,003
F-hitung = 11.565			
Adjusted R Square = 0,450			
*signifikansi pada $\alpha=5\%$			

Sumber: Output SPSS 25.0, data sekunder diolah 2020

$$DER = 0,173 - 0,272INST + 0,071DPR + 2,317GROWTH + 87,766SIZE + 0,014INST*ROA - 0,004DPR*ROA - 0,038GROWTH*ROA - 2,806SIZE*ROA + \epsilon$$

Ringkasan hasil uji hipotesis dapat dilihat pada tabel 8. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, ditunjukkan dengan nilai signifikan $0,043 < \alpha = 0,05$ dengan koefisien regresi positif. Kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, ditunjukkan dengan nilai signifikan $0,001 < \alpha = 0,05$ dengan koefisien regresi negatif. Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, ditunjukkan dengan nilai signifikan $0,007 < \alpha = 0,05$ dengan koefisien regresi positif. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, ditunjukkan dengan nilai signifikan $0,008 < \alpha = 0,05$ dengan koefisien regresi positif.

Sedangkan untuk tabel 9 menunjukkan hasil dari uji *Moderate Regression Analysis* (MRA). Rasio keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang secara signifikan, ditunjukkan dengan nilai signifikan sebesar $0,626 > \alpha = 0,05$. Rasio keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang secara signifikan, ditunjukkan dengan nilai signifikan sebesar $0,626 > \alpha = 0,05$. Rasio keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang secara signifikan, ditunjukkan dengan nilai signifikan sebesar $0,890 > \alpha = 0,05$. Rasio keuangan mampu memoderasi ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang secara signifikan, ditunjukkan dengan nilai signifikan sebesar $0,003 > \alpha = 0,05$.

Berdasarkan hasil uji pada penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum & Handayani (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berarti bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin tinggi pula kebijakan hutang perusahaan. Hal ini tidak sesuai dengan teori *agency costs* bahwa semakin besar persentase saham milik institusional maka pengawasan yang dilakukan semakin efektif sehingga hutang yang digunakan perusahaan akan berkurang. Penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawati & Raymond (2017) dan Soraya & Permanasari (2017) yang menunjukkan hasil

bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan hutang.

Tabel 10 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

	Variabel	Prediksi Tanda	Coefesien	Prob $\alpha=0,05$	Hasil
H1	Kepemilikan Institusional	Negatif	0,148	0,043	Ditolak
H2	Kebijakan Deviden	Positif	-0,069	0,001	Ditolak
H3	Pertumbuhan Perusahaan	Positif	1,248	0,007	Diterima
H4	Ukuran Perusahaan	Positif	4,662	0,008	Diterima
H5	Kepemilikan Institusional* Rasio keuangan	Negatif	0,014	0,679	Ditolak
H6	Kebijakan Deviden* Rasio Keuangan	Positif	-0,004	0,626	Ditolak
H7	Pertumbuhan Perusahaan* Rasio Keuangan	Positif	-0,38	0,890	Ditolak
H8	Ukuran Perusahaan* Rasio Keuangan	Positif	-2,806	0,003	Ditolak

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji pada penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi tingkat kebijakan dividen maka akan menurunkan kebijakan hutang perusahaan. Hal ini berarti bahwa pembagian dividen dapat mengganti hutang dalam struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Santosa & Nugroho (2014) dan Setiawati & Raymond (2017) yang penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun hasil tersebut berseberangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum & Handayani (2009) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan tidak sejalan dengan Suryani & Khafid (2016) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil uji pada penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin cepat perusahaan mengalami pertumbuhan maka semakin besar dana yang diperlukan. Pendanaan perusahaan dapat diambil dari pendanaan internal atau eksternal. Penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan, yang menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham meningkat. Sehingga dapat dilihat bahwa tingkat pertumbuhan tinggi cenderung menggunakan hutang sehingga terdapat hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Alzomaia (2014) dan Soraya & Permasari (2017) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum & Handayani (2009) dan Suryani & Khafid (2016) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil uji pada penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Setiap adanya kenaikan ukuran perusahaan maka akan meningkat pula kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang dalam menentukan hutang dengan pihak lain mempertimbangkan nilai total asset yang dimiliki perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan

dengan penelitian yang dilakukan oleh Akoto & Awunyo-Vitor (2013); Alzomaia (2014) dan Soraya & Permanasari (2017) yang menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Margaretha (2014); Setiawati & Raymond (2017) dan Suryani & Khafid (2016) yang menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini menjelaskan bahwa tinggi rendahnya rasio keuangan dalam perusahaan menjadi pengaruh yang berarti terhadap hubungan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Namun rasio keuangan tidak mempengaruhi tinggi rendahnya pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Rasio keuangan dapat memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Namun tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang.

SARAN

Penelitian ini memberikan saran agar perusahaan dapat menggunakan pendanaan internal dari pada menggunakan pendanaan eksternal yang terlalu beresiko. Perusahaan diharapkan dapat menggunakannya sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan mengenai kebijakan hutang. Bagi investor yang akan menganalisis faktor-faktor perusahaan menggunakan kebijakan hutang hendaknya memperhatikan kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan, agar keputusan yang diambil untuk berinvestasi lebih optimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdurrahman, A. Z., Erinos, N. ., & Taqwa, S. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Likuiditas, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(2), 589–604.
- Akoto, R. K., & Awunyo-Vitor, D. (2013). What Determines the Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana? *International Business Research*, 7(1), 42–48. <https://doi.org/10.5539/ibr.v7n1p42>
- Alzomaia, T. S. F. (2014). Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Saudi Arabia. *Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Saudi Arabia*, 8(2), 53–67.
- Astuti, F. . (2014). Pengaruh Kinerja Lingkungan dan Kepemilikan Asing terhadap Kinerja Keuangan. *Accounting Analysis Journal*, 3(4), 493–500.
- Brigham, E. ., & Houston, J. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi 11 Buku 1*. Salemba Empat.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 21 (Update PLS Regresi)* (7th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, M., & Halim, A. (2009). *Analisis Laporan Keuangan*. UPP STIM YKPN.
- Indahningrum, R. P., & Handayani, R. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *JURNAL BISNIS DAN AKUNTANSI*, 11(3), 189–207.
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of The Firm: Manajerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, 3, 305–360.
- Margaretha, F. (2014). Determinants of Debt Policy in Indonesia's Public Company. *Review of Integrative Business & Economics Research*, 3(2), 10–16.
- Munawir, S. (2010). *Analisis Laporan Keuangan* (4th ed.). Liberty.
- Murtini, U. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Institusional, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan Fakultas Bisnis UKDW*, 14(2).
- Safrida, E. (2014). Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *JURNAL RISET AKUNTANSI DAN KEUANGAN*, 2(1), 289–299.
- Santosa, M. F., & Nugroho, P. I. (2014). The Effects of Divident Policy And Ownership Structure Towards Debt

- Policy. *Internasional Journal of Economic And Finance Studies*, 6(2), 42–56.
- Setiawati, L. W., & Raymond, R. (2017). Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dividend Payout Ratio, Tangibility dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015. *Balance*, 2, 145–166.
- Soraya, & Permanasari, M. (2017). Faktor-Faktor yang mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Publik. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 19(1), 103–116.
- Suryani, A. D., & Khafid, M. (2016). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 5(2), 95–103.
- Susanto, Y. K. (2011). Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Dan Pertumbuhan (Growth) Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(3), 195–210.
- Suwardjono. (2014). *Teori Akuntansi: Perekayasa Pelaporan Keuangan* (3rd ed.). BPFE-YOGYAKARTA.
- Wahyudin, A. (2015). *Metode Penelitian : Penelitian Bisnis & Pendidikan* (1st ed.). Unnes Press.
- Yeniatie, & Destriana, N. (2010). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 12(1), 1–16.